

# 長短金利操作付き 「量的・質的金融緩和」再考



日本銀行 政策委員会 審議委員

木内 登英

本稿では、わが国の経済・物価情勢と日本銀行の金融政策運営につきまして、私の考えを申し述べたいと思います。

## 1. 経済・物価情勢

私は、現在の経済成長率および物価上昇率は、わが国経済の実力に照らして概ね安定した状態にあり、「経済・物価情勢の展望」(展望レポート)の見通し期間中(2018年度まで)、そのような安定した状態が続く蓋然性が高い

### 〈目次〉

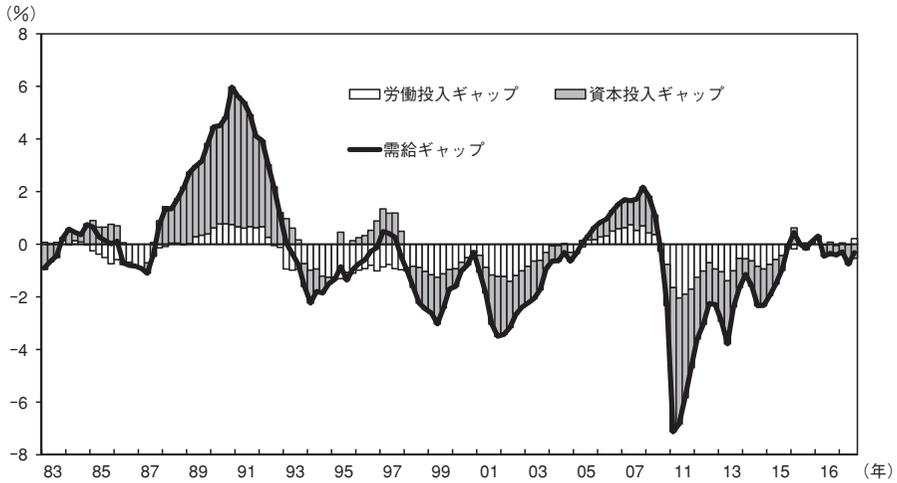
1. 経済・物価情勢
2. 金融政策運営
  - (1) 「イールドカーブ・コントロール」に対する評価
  - (2) 「量的・質的金融緩和」に対する評価
  - (3) 「物価安定の目標」の考え方と金融政策の役割

と考えています。

しかし、こうした私の見通しを数値に置き換えてみると、中心的な見通しと比べて相応に慎重であると言えます。特に、消費者物価(除く生鮮食品)の上昇率について、中心的な見通しでは、見通し期間の終盤に、2%程度に達する可能性が高いと考えられているのに対し、私の見通しでは、見通し期間を通じて、2%を大きく下回り続けるとみています。

その主な背景としては、第1に、景気回復期間が長期化するなか、需給ギャップは既に概ね解消されており、潜在成長率を持続的にはっきりと上回る成長をもたらす牽引役は、金融緩和の効果を含めて、見当たらないため、概ね「0%台半ば程度」と推計される潜在成長率並みの成長が続くとみられること、第2に、このため、需給ギャップは概ね中立的な水準を維持すると考えられることから、短期的な変動要因(生鮮食品価格やエネルギー価格、為替相場の変化による輸入品価格の変動

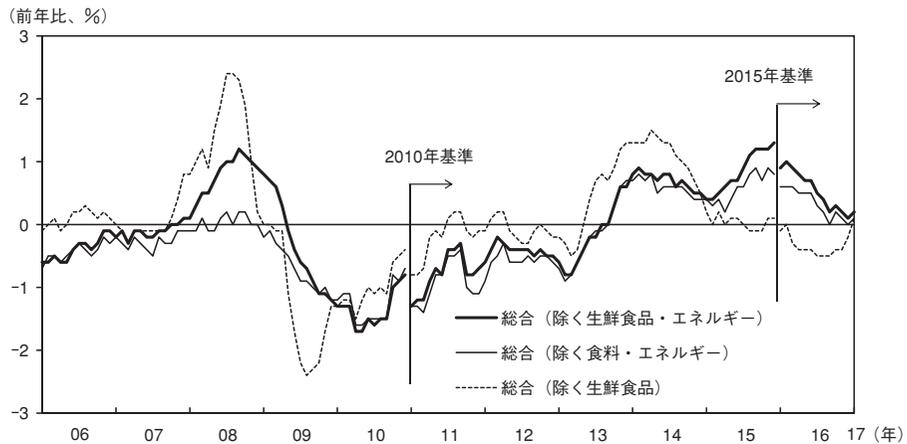
(図表1) 需給ギャップ



(注) 直近は、2016/3Q。

(資料) 日本銀行

(図表2) 消費者物価の基調的な変動



(注) 1. 直近は、2017/1月。

2. 消費者物価指数は、消費税調整済み (試算値)。

(資料) 総務省「消費者物価指数」

(図表3) 金融政策運営に関する私の提案

	日本銀行の政策の枠組み	私の提案
2%の物価安定目標	できるだけ早期に目指す	中長期的に目指す
金融市場調節操作目標	長短金利	資産買入れ額
短期金利	▲0.1% (政策金利残高適用分)	+0.1%
長期金利	0%程度	コントロールせず、市場に委ねる
国債買入れ	約80兆円 (めど)	約45兆円 (平均残存期間7年程度)
ETF買入れ	約6兆円	約1兆円
J-REIT買入れ	約900億円	約300億円
金融政策運営方針	<p>2%の「物価安定の目標」の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を継続する。</p> <p>消費者物価指数 (除く生鮮食品) の前年比上昇率の実績値が安定的に2%を超えるまで、マネタリーベースの拡大方針を継続する。</p> <p>今後とも、経済・物価・金融情勢を踏まえ、「物価安定の目標」に向けたモメンタムを維持するため、必要な政策の調整を行う。</p>	<p>中長期的に2%の「物価安定の目標」の実現を目指し、金融面からの後押しを粘り強く続けていく。</p> <p>今後とも、2つの「柱」(最も蓋然性が高いと判断される見通しと中長期的観点から重視すべきリスク) の点検を踏まえた柔軟な政策運営のもとで、資産買入れ策と実質的なゼロ短期金利政策をそれぞれ適切と考えられる時点まで継続する。</p>

(注) 国債買入れ、ETF買入れ、J-REIT買入れは、日本銀行の保有残高の年間増加ベース。

(資料) 日本銀行

等) を除いた基調的な物価上昇率が顕著に高まるのを期待することは難しく、わが国経済の実力に見合った物価環境が続くとみていること、が挙げられます (図表1、2)。

## 2. 金融政策運営

### (1) 「イールドカーブ・コントロール」に対する評価

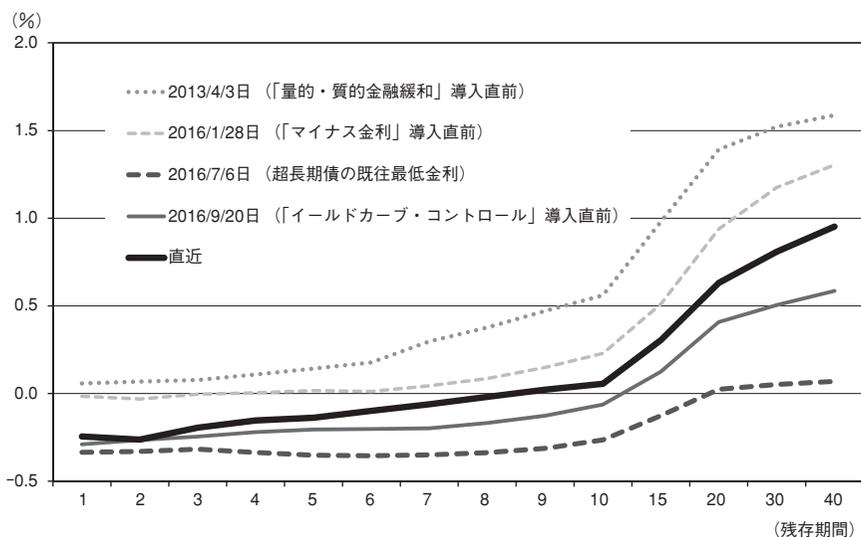
日本銀行は、2013年4月、大規模な国債買入れを含む、「量的・質的金融緩和」を導入し、2014年10月には、その拡大措置を講じました。

また、2016年1月、金融機関が保有する日本銀行当座預金の一部に▲0.1%のマイナス金利を適用する、「マイナス金利」を導入しました。

そのうえで、2016年9月、「量的・質的金融緩和」導入以降の経済・物価動向と政策効果についての「総括的な検証」を行い、その結果も踏まえ、「長短金利操作 (イールドカーブ・コントロール) 付き量的・質的金融緩和」という新たな金融政策の枠組みの導入を決定しました (図表3)。

「イールドカーブ・コントロール」の導入

(図表4) イールドカーブ



(注) 直近は、2017/2/28日。

(資料) Bloomberg

には、イールドカーブが低水準でフラット化したことにより、銀行収益を過度に圧迫する可能性や、長期・超長期金利が大きく低下したことにより、年金や保険等の運用利回りが低下し、マインド面などを通じて経済活動に悪影響を及ぼす可能性といった「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」導入後に生じた諸問題への対応という側面が大きかったと私は考えています (図表4)。

また、「イールドカーブ・コントロール」の導入に当たり、金融市場調節の操作目標をマネタリーベースから長短金利に変更したことによって、国債買入れペースが変動しうる状態となったことから、この先、国債買入れペースが縮小して、国債買入れの持続性が高められる可能性も生じるなど、「イールドカ

ーブ・コントロール」にはプラスの側面があると私は考えています。

しかし、以下で詳しく申し上げるとおり、「イールドカーブ・コントロール」にはマイナスの側面も多くあると私は考えており、プラス面、マイナス面双方を比較衡量したうえで、2016年9月の導入時点から「イールドカーブ・コントロール」に反対を続けています。

#### (イ) 長期金利操作の問題点

まず、長期金利を操作することの問題点としては、第1に、「イールドカーブ・コントロール」のもとで、先行き、国債買入れペースが国債買入れの持続性を高めるのに十分なペースで低下していくかは不確実であり、逆に国債買入れペースの一段の拡大を強いられるリスクがあると考えています。一般に、「量

---

と「金利」は一体的に決まるものであるため、両方に明示的な目標を設定しつつ安定的な金融調節を行うことは難しいと私は考えています。したがって、「金利」をコントロールしようとするれば、「量」のコントロールを失う可能性が生じます。この点にも配慮して、新たな枠組みでは、国債買入れ額は「めど」とし、長期金利の目標水準は「程度」とするなど、「量」にも「金利」にも緩やかな目標を設定しているとの説明もできます。しかし、それでは何れの目標の達成も難しくなる可能性が十分にあると思います。こうした可能性は、国債市場に外的なショックが生じる場合に顕現化しやすく、2016年11月以降の米国長期金利上昇に伴うわが国長期金利への押し上げ圧力が長期金利操作への最初の試練になっていると私は考えています。

第2に、国債買入れペースの調整を通じて、直接的に影響を与えることができるのは、名目長期金利を構成する要素のうちタームプレミアムの部分に限られると考えられます。しかし、既往の国債買入れによってタームプレミアムは相当程度押し下げられており、追加的な低下余地は限られている可能性が考えられます。そうしたもとで国債買入れペースの大幅な振幅を避けつつ名目長期金利を円滑にコントロールしていくためには、短期金利の見通しに関する情報発信（フォワード・ガイダンス）を活用することも展望されます。しかし、長い期間の金利になるほど、フォワード・ガイダンスの信頼性は低下しやすく、金

利のコントロールは難しくなると私は考えています。

第3に、長期金利を一定の水準にコントロールすることは、金利の変動を通じた経済の自動安定化装置機能を損ねてしまうことになり、長期金利をコントロールしない場合と比べて経済の振幅を増幅し、経済を不安定化させてしまう可能性が考えられます。例えば、経済にマイナスのショックが生じて予想物価上昇率が下振れる場合、名目長期金利が下振れないようなオペレーションを行えば、実質長期金利がその分上昇して景気抑制効果が生じます。逆に経済にプラスのショックが生じて予想物価上昇率が上振れる場合、名目長期金利が上振れないようなオペレーションを行えば、実質長期金利がその分低下して過度の景気浮揚効果が生じる可能性があります。この点、日本銀行の金融政策運営については、経済・物価・金融情勢を踏まえ、必要な政策の調整を行うことができる枠組みとなっていますが、長期金利の目標水準の変更は現実には容易でないと私は考えています。すなわち、目標水準を頻繁に見直すと、目標に対する信認の低下を招き、市場を不安定化させてしまうリスクがあります。また、日本銀行は、短期金利だけでなく、長期金利についても、2%の「物価安定の目標」を安定的に実現するために操作を行っていることを踏まえれば、依然として物価上昇率が低位で推移するもとで、近い将来に長期金利の目標水準を引き上げることには大きな問題があると思います。

第4に、現在のペースで国債買入れを続けると、国債市場の流動性が大きく低下し、流動性プレミアムの上昇から長期金利が上昇して、国債買入れペースの一段の拡大の必要が生じるといったスパイラル的な状況に陥る恐れがあると私は考えています。

第5に、指値による国債買入れオペや長期固定金利資金供給オペの実施は、金利のコントロールラビリティを高めることに資する可能性がある一方、国債市場の機能を著しく損ねて国債市場を不安定化させることや、金融市場全体の価格体系を歪めかねないと私は考えており、実際のところ、これらの手段の導入に反対しました。

#### (ロ) マイナスの短期政策金利の副作用

次に、短期政策金利をマイナスにすることの副作用としては、金融機関の収益悪化を通じて金融仲介機能が低下するリスクが挙げられます。現在は、こうした問題は顕現化していませんが、先行き、マイナスの短期政策金利を長期間続けていく場合のリスクとして、私は懸念しています。

具体的には、銀行は、収益環境の悪化に伴い、収益拡大を企図して過剰にリスクを取る可能性がある一方、将来的には、金融経済情勢の悪化などから損失が発生することなどによって、過度にリスク回避姿勢を強める可能性があります。その場合、企業や家計の借入れ制約の強まりや、銀行による資産の投げ売りなどによって、実体経済や金融市場に悪影響が及ぶリスクも考えられます。

また、より長い目でみると、銀行の健全性の低下は、経済の効率性や生産性にも悪影響を及ぼす可能性があります。例えば、収益力の低下が続くもとの、損失吸収力が低下した銀行は、問題先の適切な処理を先送りすることも考えられます。その場合、資本と労働が非効率な企業に固定化され、経済全体で見ると、全要素生産性の上昇率を長期に亘って押し下げることにつながりかねません。

こうした点を踏まえると、金融政策は、通常、経済の需要面に影響を及ぼすと考えられますが、金融システムの安定を損ねてしまう場合には、生産性上昇率や潜在成長率といった経済の供給側にも悪影響を及ぼし、社会厚生上の大きな損失をもたらす恐れがあると考えています。

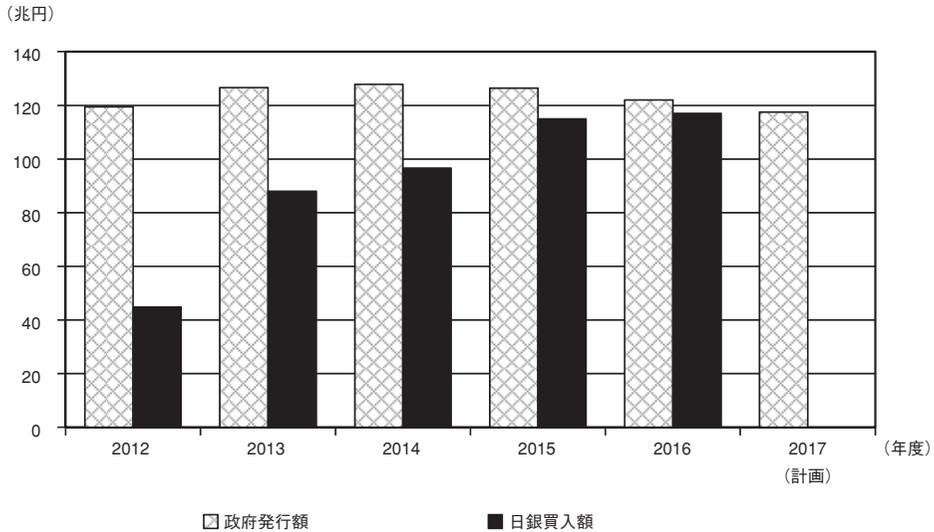
## (2) 「量的・質的金融緩和」に対する評価

私は、上述のとおり、現在の金融政策の枠組みの柱である「イールドカーブ・コントロール」に反対するとともに、「金融市場調節の操作目標を資産買入れ額としたうえで、資産買入れ方針に関して、長期国債保有残高が年間約45兆円、ETF保有残高が年間約1兆円に相当するペースで増加するよう買入れを行う」などの議案を提出しています。以下では、私がこうした提案を行っている趣旨について説明したいと思います。

### (イ) 国債買入れの副作用

まず、大規模な国債買入れを続けることで

(図表5) 日銀の長期国債買入額



(注) 1. 政府発行額は、カレンダーベース市中発行額。日銀買入額は、グロスベース。  
2. 2016年度の日銀買入額は、2016/4～2017/2月の買入額の年率換算値。  
(資料) 財務省「カレンダーベース市中発行額」、日本銀行「マネタリーベースと日本銀行の取引」

着実に高まる潜在的な副作用としては、第1に、国債市場の流動性や価格発見機能の低下といった市場機能の低下や、日本銀行による国債買入れの限界やそれが意識された場合の先行きの金融政策に対する不確実性の高まりなどから、金融市場が不安定化するリスクがあると考えています。日本銀行の国債保有比率は、「量的・質的金融緩和」のもとで上昇を続けており、既に国債発行残高の4割程度に達しています(図表5)。一方、国内金融機関は、様々な理由から、国債を保有する必要があります。例えば、銀行は、担保需要や金融規制対応から、一定規模の国債を保有する必要があるほか、年金は、適切なポートフォリオの構築という観点から、運用資産の一

定比率は安全性の高い国債で保有する必要があります。また、生保は、生命保険商品という非常に長期の負債を持つことから、ALM(資産・負債の総合管理)や会計要件充足のため、超長期国債を中心に、相当額の国債を保有する必要があります。したがって、日本銀行が発行済みの国債を全て保有することができる訳ではなく、現在の買入れペースを続けていけば、国債買入れが困難な状態に近づくことは必至であると私は考えています。また、国債買入れの困難度が増すにつれて、先行きの金融政策に対する不確実性の高まりや国債市場の流動性の過度の低下などから、金利が大きく変動しやすくなり、金融市場や实体经济に深刻な影響を及ぼす恐れがありま

す。

第2に、金融政策の正常化の過程で日本銀行当座預金に対する付利金利を引き上げる際に生じる日本銀行の財務の悪化について、私は懸念しています。現在、日本銀行の利子収入は、大規模な国債買入れにより、年間1兆円を上回っています。一方、保有国債に見合う日本銀行の主な負債は日本銀行当座預金ですが、その大部分には+0.1%の金利が付利されており、きわめて低いコストの負債です。このため、両者の差である純利子所得は、「量的・質的金融緩和」の導入前と比べると、大きく増加しています。しかし、将来、金融政策が正常化に向かう過程では、長期金利が上昇するなかにおいても、保有国債が入れ替わるのにはある程度の期間を要するため利子収入は緩やかにしか増加しない一方、付利金利の引き上げの仕方次第では利払い負担が大きく増加し、両者の間で逆鞘が発生する可能性があります。その場合、日本銀行の収益悪化や自己資本の毀損に繋がり、国庫納付金の減少や滞りが発生して、政府の歳入を減少させることに繋がります。この点、長い目でみれば、長期金利の上昇を背景に、国債の利子収入が徐々に増加するとともに逆鞘が解消し、収益改善と自己資本の復元に繋がることが期待されます。その結果、日本銀行の収益、ひいては政府の歳入への影響は、長期的にみると中立的になることも考えられます。もっとも、その道筋は具体的な金融政策手法や市場金利の動向に依存しており不確実性が高い

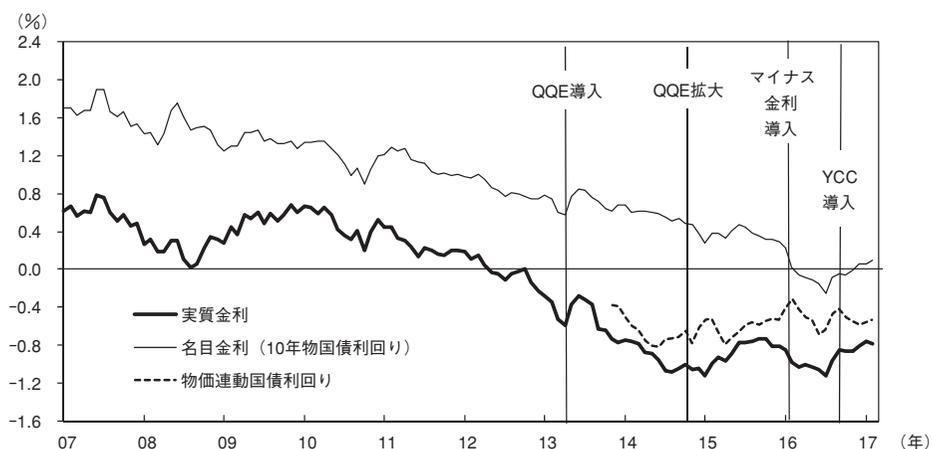
うえ、相当の時間を要することが考えられます。また、日本銀行による国庫納付金の減少および政府の歳入の減少については、それ以前はみえにくかった「量的・質的金融緩和」のコストが、国民に明確に認識されるきっかけとなりうる点も重要です。これは、日本銀行が「量的・質的金融緩和」を通じて政策的な所得配分に強く関わったことが、国民の間に広く認知されることでもあります。更には、こうした日本銀行の収益悪化や自己資本の毀損は、日本銀行の業務に直接支障を来すものではないとしても、通貨価値の安定に悪影響を及ぼす可能性も否定できないと私は考えています。

私は、こうした潜在的な副作用等を踏まえると、国債買入れ額のコントローラビリティが不確実な「イールドカーブ・コントロール」ではなく、金融市場調節の操作目標を国債買入れ額など資産買入れ額に設定したうえで、当面は国債保有残高を一定とする状態まで国債買入れペースを段階的に縮小させていくような施策が、国債買入れの持続性と市場の安定性を高めることに貢献すると考えています。また、これによって実質長期金利を安定的に低位に維持し、これまで積み上げてきた緩和効果をしっかりと確保していくことが最も重要であると私は信じています（図表6）。

#### （ロ）リスク資産買入れの問題点

次に、ETFやJ-REITといったリスク資産の買入れを行うことの問題点として、私は、第1に、リスク・プレミアムの縮小を促すと

(図表6) 実質金利



- (注) 1. 直近は、2017/2月。  
2. 実質金利、名目金利、物価連動国債利回りは、月中平均。  
3. 実質金利は、名目金利から今後10年間の予想物価上昇率を差し引いて算出。  
(資料) Bloomberg、QUICK「QUICK月次調査(債券)」

いう所期の目的は既に概ね達成されていると考えられるも、リスク資産の買入れは、価格形成を歪めて、むしろ市場のボラティリティを高め、経済に悪影響を及ぼす可能性があること、第2に、日本銀行が資産価格を目標にしているとの誤ったメッセージを市場に送る恐れがあること、第3に、資産価格の下落に伴い、日本銀行の財務の健全性が大きく損なわれるリスクがあること、が挙げられると考えています。

私は、このような考えに基づき、ETFおよびJ-REITについて、日本銀行の保有残高の増加ペースが、それぞれ現行の年間約6兆円、年間約900億円から、年間約1兆円、年間約300億円へと減額する提案を行っています。

### (3) 「物価安定の目標」の考え方と金融政策の役割

#### (イ) 2%の「物価安定の目標」の柔軟化

私は、こうした金融調節方針の修正とともに、2%の「物価安定の目標」の達成期間を中長期に修正する提案も行っています。また、これら2つの修正を併せて実施することが適切であると考えています。以下では、この背景にある「物価安定の目標」についての考え方を説明したいと思います。

まず、私は、望ましい物価上昇率とは、家計や企業が物価動向に煩わされることなく安定した経済活動を行うことができる水準と考えています。また、そうした水準は、家計や企業の中長期の予想物価上昇率と概ね整合的であると思います。しかし、中長期の予想物

(図表 7) 中長期の予想物価上昇率



- (注) 1. 直近は、2016/4 Q。  
2. 家計の予想物価上昇率（修正カーソン・パーキン法による推計値）は、今後5年間の前年比。  
3. 企業の予想物価上昇率は、5年後の前年比。  
(資料) 日本銀行「生活意識に関するアンケート調査」、「短観」

物価上昇率を示す様々な指標が長期に亘り2%を明らかに下回ってきたことなどを踏まえると、現時点では、物価上昇率が持続的に2%程度となる2%の「物価安定の目標」を短期間で目指すことは、その達成が難しいばかりではなく、家計や企業の経済活動にとってむしろマイナスとなってしまうため、望ましくないと考えています（図表7）。

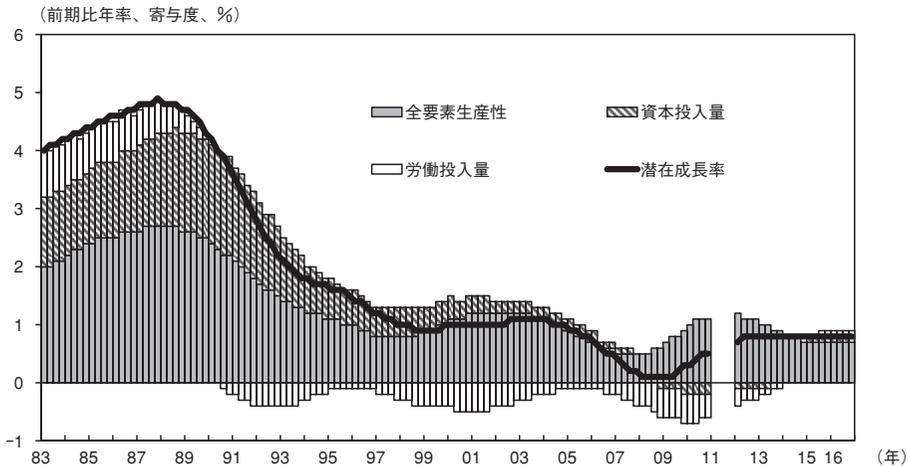
#### (ロ) 経済構造と物価の基調

また、基調的な物価上昇率は、財・サービスの需給関係、労働市場の動向、現実の物価上昇率、中央銀行が掲げる物価目標の水準など、様々な要因によって規定されると考えられますが、やや長い目でみると、生産性上昇率や潜在成長率といった経済の構造的な要因

によって決まる部分が多いと私は考えています。

例えば、潜在成長率が低水準にあり、企業の国内成長期待が低い状況では、企業は将来収益を圧迫する基本給の引き上げなどに対して慎重になるのは自然であり、労働者はそうした企業の姿勢を認知するものと考えられます。こうしたもとでは、家計や企業の中長期の予想物価上昇率は低位に形成され、そのことが現実の物価上昇率を低位に抑えるという側面があると思います。また、このもとで仮に金融政策の影響などから物価上昇率が一時的に高まる場合、消費者は実質賃金の上昇率が低下してしまうとの懸念から支出を抑制し、その結果、物価上昇率が短期間で低下し

(図表 8) 潜在成長率



- (注) 1. 直近は、2016/4Q。  
2. 全要素生産性 (TFP) とは、労働と資本の増加では説明できない、技術進歩を表している。  
3. 2011年の計数は、震災による供給制約の影響があるため、非表示。  
(資料) 内閣府

てしまうことも考えられます。

しかし、金融政策が前向きな経済構造の変化を直接もたらすことは難しく、そうした変化の実現のためには、イノベーション向上に向けた企業の努力と、それを最大限引き出すための規制緩和や人口対策などを含む、政府の構造改革の取り組みが必要です。そして、国民が持続的に生活の質を向上させるためには、生産性上昇率や潜在成長率の改善を通じて成長力を強化することが不可欠です (図表 8)。

#### Ⅱ 今後の金融政策の役割

この先、前向きな経済構造の変化が進み、強い経済を実現することができれば、家計や企業の中長期の予想物価上昇率が 2% 程度の水準まで高まり、そのことが現実の物価上昇

率が安定的に 2% 程度で推移していくことを支えることで、2% の「物価安定の目標」が妥当となる局面に至ることも期待できます。しかし、このような変化がどのような時間軸で生じるのかは予想が難しいため、2% の「物価安定の目標」は中長期的に目指す目標とし、2% の「物価安定の目標」と整合的な強い経済の実現を政府や企業とともに目指すための一種の象徴として位置付けることが良いと私は考えています。

ただ、前向きな経済構造の変化を促す政府や企業の取り組みは、金融経済情勢が不安定な状態のもとでは進みにくいと考えられます。したがって、日本銀行が担うべき役割は、金融・経済の安定を確保することで、潜在成長率や生産性上昇率などで示される経済の実

力が2%の物価上昇率と整合的になる水準まで高まるよう、政府や企業の取り組みを側面から粘り強く支援することにあると私は考えています。そのためには、無理に金融緩和の強化を図るよりも、実質長期金利を安定的に低位に維持し、既往の緩和効果をしっかりと確保することで、安定した金融経済環境を維持していくことが重要です。私が現在提案している金融調節方針の修正は、こうした考え方に基づいたものであり、2%の「物価安定の目標」の実現のためには、その方がむしろ近道であると考えています。

#### (二) 柔軟な金融政策運営の重要性

また、日本銀行は、2%の「物価安定の目標」の実現を中長期的に目指す姿勢とするとともに、中長期的な経済・物価の安定確保の観点から、金融不均衡の形成などのリスクにも十分に目配りをして、柔軟に政策運営を行うことが重要です。

実際、日本銀行の金融政策は、「物価安定の目標」のもとで、2つの「柱」による経済・物価情勢の点検という枠組みに基づいて運営されています。すなわち、第1の柱では、先行き2年程度の経済・物価情勢について、最も蓋然性が高いと判断される見通しが、物価安定のもとでの持続的な成長の経路をたどっているかという観点から点検します。第2の柱では、より長期的な視点を踏まえつつ、物価安定のもとでの持続的な経済成長を実現するとの観点から、金融政策運営に当たって重視すべき様々なリスクを点検します。特に、

発生確率は必ずしも大きくないものの、発生した場合には経済・物価に大きな影響を与える可能性があるリスク要因として、金融面の不均衡について点検します。

こうした枠組みは、足もとの物価の安定に注意が向けられるなか、金融面の不均衡拡大への対応が遅れて、中長期的な経済の安定に資する政策が採られなかった1980年代後半のバブル期の反省に立って作られたものと言えます。このような2つの「柱」の点検という枠組みが作られた背景や考え方を、今一度思い起こしてみる必要があると感じています。

#### (三) 日本銀行の責務

最後に、日本銀行は、物価安定目標の柔軟化と柔軟な政策運営のもとで、「量的・質的金融緩和」導入以降の異例の金融緩和策を、適切な時期に正常化へと向かわせるとともに、流動性低下に起因する国債市場の混乱や低金利下での金融仲介機能の低下、巨額のバランスシートのもとで生じうる短期金利引き上げ時の日本銀行の財務環境の悪化といった様々な金融緩和の副作用が顕現化して日本経済と国民生活に大きな悪影響を及ぼすことのないよう、これらの副作用の管理を確りと執り行い、金融経済情勢の安定維持に最大限努めるという重要な責務を負っていると私は考えています。

(本稿はすべて個人の意見であり、日本銀行の意見ではない)

